Il punto

La BCE sorprende ancora, allungando la *guidance* sui tassi fino a dicembre 2019 e lanciando ben sette operazioni di rifinanziamento a due anni. Esteso anche il periodo di piena allocazione sulle operazioni di rifinanziamento.

I market mover della settimana

Nell'**area euro** il focus dei mercati sarà sulle votazioni nel Regno Unito per cercare di risolvere lo stallo prima del prossimo 29 marzo. Sul fronte dei dati l'attenzione sarà sui dati di produzione industriale di gennaio dove ci aspettiamo un recupero di 0,6% m/m in Germania e dell'1% nella media area euro. Le seconde stime dovrebbero confermare l'inflazione in aumento a febbraio di un decimo all'1,5% nella media dell'area euro e in Francia, all'1,2% da 0,9% in Italia, e stabile all'1,7% in Germania.

La settimana ha molti dati in uscita negli **Stati Uniti**. Fra i dati di febbraio, il CPI e il PPI dovrebbero registrare incrementi moderati, a conferma del trend per l'inflazione core intorno al 2%, mentre la produzione industriale dovrebbe rimbalzare dopo l'ampio crollo di gennaio. In termini di attività, le informazioni di gennaio dovrebbero essere miste, con vendite al dettaglio deboli, spesa in costruzioni, vendite di case nuove e ordini di beni durevoli ex-trasporti in modesto rialzo. Le prime indagini di marzo dovrebbero essere positive, con la fiducia dei consumatori in ripresa e l'indice Empire in territorio moderatamente espansivo.

8 marzo 2019

Nota settimanale

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Luca Mezzomo
Responsabile

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Anna Maria Grimaldi
Economista - Area euro

Paolo Mameli
Economista - Area Euro

Guido Valerio Ceoloni
Economista – Area Euro

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 08.03.2019

Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

Il Punto

La BCE sorprende ancora, allungando la guidance sui tassi fino a dicembre 2019 e lanciando ben sette operazioni di rifinanziamento a due anni. Esteso anche il periodo di piena allocazione sulle operazioni di rifinanziamento.

Il pacchetto di misure annunciato dal consiglio direttivo della BCE è andato ben oltre le attese. Il Consiglio ha valutato all'unanimità di dover intervenire per contrastare "la pervasiva incertezza" che circonda uno scenario di crescita ben più debole delle attese della stessa BCE di dicembre scorso. Gli ambiti di intervento sono due: i tassi e le misure di *credit easing,* mentre non è stato discusso un nuovo programma di acquisto titoli.

Per quanto riguarda i tassi, il Consiglio, sulla base dei dati sinora disponibili, e preso atto delle revisioni al ribasso delle stime di crescita e inflazione, ha deciso di spostare in avanti a fine 2019 la data in cui i tassi resteranno sui livelli attuali riducendo, quindi, il gap con le attese di mercato. La decisione sulla *guidanc*e è una sorpresa. Le attese erano che fosse confermata nella formulazione precedente, ovvero di tassi fermi fin dopo l'estate 2019. Molti membri del Consiglio hanno suggerito di spostare la data della *forward guidance* fino a marzo 2020 per ridurre ulteriormente il gap con la *strip* EONIA, ma alla fine si è deciso che le informazioni dai dati non giustificavano un ulteriore slittamento. Durante la conferenza stampa è emerso che la BCE non ha discusso misure per mitigare l'impatto dei tassi negativi sulla redditività del sistema bancario dal momento che per ora l'evidenza complessiva del regime di tassi a -0,40% resta positiva. Ciò non significa che non possa riemergere una discussione più avanti su un sistema di *tiering,* ovvero di tassi più punitivi per livelli di eccessi di riserva più ampi.

La **vera sorpresa riguarda le misure di sostegno al credito**. La BCE ha annunciato che nuove operazioni di rifinanziamento, ciascuna con la durata di due anni, saranno condotte con cadenza trimestrale tra settembre 2019 e marzo 2021 per complessive 7 nuove aste. Le attese erano per indicazioni e impegno di massima a lanciare nuove misure di *credit easing* ma la decisione di introdurre ben 7 nuove aste è inaspettata, anche perché più membri del Comitato esecutivo avevano indicato che marzo era troppo presto per annunci in merito. Per maggiori dettagli e caratteristiche tecniche delle operazioni si veda il paragrafo in coda al testo. Le nuove operazioni TLTRO III saranno condotte al Refi prevalente nella vita dell'operazione e non al tasso sui depositi, dunque a condizioni di prezzo meno generose rispetto alle TLTRO II (-0,40% per banche virtuose nell'erogazione del credito e tra -0,40% e 0% per banche meno virtuose), ma in ogni caso per alcuni parti del sistema più vantaggiose rispetto al costo del *funding* sul mercato. La condizione di tasso rispecchia le prime LTRO di Draghi, lanciate nel 2011. Le TLTRO del 2014 erano difatti condotte al Refi prevalente al momento dell'asta più un differenziale di rendimento di 10 punti base.

Le nuove operazioni saranno condotte a partire da settembre e non da giugno 2019 come molti si aspettavano. Pensiamo che la scelta di lanciare operazioni a 24 mesi, e quindi con durata inferiore alle precedenti LTRO, TLTRO e TLTRO II, risponda alla volontà della BCE di riportare il sistema ad un funzionamento più normale in cui il *funding* a medio lungo termine non dipenda in misura preponderante dalla banca centrale. Il fatto che le aste saranno condotte fino a marzo 2021 rende in ogni caso la transizione graduale. Le **caratteristiche delle operazioni TLTRO III sono simili a quelle delle TLTRO II dal momento che**: 1) le banche potranno prendere a prestito fino al 30% dello stock di impieghi eleggibili al 28 febbraio 2019 ragionevolmente (prestiti alle imprese e prestiti alle famiglie esclusi i mutui come nelle precedenti operazioni. 2) nel comunicato si legge che "come il programma di TLTRO in essere, le TLTRO III **incorporeranno incentivi al fine di preservare condizioni creditizie favorevoli. Informazioni più precise sui termini delle TLTRO III saranno comunicate prossimamente**". La BCE ancora una volta si è lasciata un margine di intervento rinviando a data da definire, ragionevolmente giugno 2019, indicazioni

più precise sui termini d'asta sia per i benchmark sul credito che sull'eventuale sconto di tasso. **Non può escludersi che i benchmark di credito saranno meno facili da rispettare rispetto a quelli fissati per le TLTRO II del 2016, ma non dovrebbe esserci, stando al comunicato, nemmeno un meccanismo punitivo come nelle TLTRO del 2014** che imponevano un rimborso in caso di mancato rispetto dei target di crescita degli impieghi. Come sempre, i dettagli nelle decisioni della BCE di Draghi sono tutto fuorché irrilevanti.

La **BCE ha inoltre deciso di estendere l'assegnazione piena fino a marzo 2021**.

La **necessità di imprimere un forte impulso ai mercati e alle condizioni finanziarie è giustificata dalla revisione al ribasso alle stime di crescita e inflazione** 2019-21 *headline* e core (vedi tabella sotto) e **dal fatto del tutto inusuale che il Consiglio ha mantenuto una valutazione dei rischi verso il basso anche dopo la revisione delle previsioni.** Ciò riflette l'elevato grado di incertezza derivanti da fattori esterni e come tale non facilmente quantificabile né contrastabile. La principale fonte di incertezza è l'entità e la durata del rallentamento del commercio internazionale dal momento che i fattori idiosincratici interni sembrano in parte rientrati. L'altro elemento di rischio è l'esito dei negoziati su Brexit che potrebbe aver pesato in modo decisivo sulle decisioni del Consiglio a marzo.

Tab. 1 – Principali stime macroeconomiche BCE verso Intesa Sanpaolo e Consensus Economics

	BCE marzo 2019 [stime BCE di dicembre 2018]				ISP & (Consensus forecasts Feb. 2019)			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
PIL %	1.9	**1.1** [1.7]	**1.6** [1.7]	**1.5** [1.5]	1.8	1.2 (1.3)	1.4 (1.4)	1.4
HICP a/a %	1.7	**1.2**[1.6]	**1.5** [1.7]	**1.7** [1.8]	1.8	1.4 (1.4)	1.6 (1.5)	1.7
HICP core y/y %	1.0	**1.2** [1.4]	**1.4** [1.6]	**1.6** [1.8]	1.2	1.4 (1.2)	1.5 (1.4)	1.6
Ipotesi BCE su EUR	1.18	**1.14** [1.14]	**1.14** [1.14]	**1.14** [1.14]	1.18	1.15 (1.15#)	1.19 (1.19#)	1.24 (1.20#)
Ipotesi BCE su BRT	71.8	61.7 [67.5]	61.3 [66.8]	60.6 [65.9]	71.8	63 (62.8)	68 (64.9)	73

Note: in [ ] stime BCE di dicembre 2018, in ( ) stime di *Consensus Economics* febbraio 2019. # Stime di *Consensus Economics* per il cambio EUR e prezzo del petrolio sono per aprile 2019, gennaio 2020 e gennaio 2021; le previsioni ISP sono medie annue.

Fonte: BCE previsioni di marzo 2019 e dicembre 2018 e *Consensus Economics* di febbraio 2019

Le decisioni prese alla riunione di marzo estendono condizioni finanziarie ultra accomodanti nell'area euro per almeno altri due anni (marzo 2021). La reazione del mercato obbligazionario e valutario si è consolidata nel dopo conferenza stampa e conferma che ancora una volta Draghi è riuscito nell'intento di sorprendere e tranquillizzare.

I market mover della settimana

Nell'**area euro** il focus dei mercati sarà sulle votazioni nel Regno Unito per cercare di risolvere lo stallo prima del prossimo 29 marzo. Sul fronte dei dati l'attenzione sarà sui dati di produzione industriale di gennaio dove ci aspettiamo un recupero di 0,6% m/m in Germania e dell'1% nella media area euro. Le seconde stime dovrebbero confermare l'inflazione in aumento a febbraio di un decimo all'1,5% nella media dell'area euro e in Francia, all'1,2% da 0,9% in Italia, e stabile all'1,7% in Germania.

La settimana ha molti dati in uscita negli **Stati Uniti**. Fra i dati di febbraio, il CPI e il PPI dovrebbero registrare incrementi moderati, a conferma del trend per l'inflazione core intorno al 2%, mentre la produzione industriale dovrebbe rimbalzare dopo l'ampio crollo di gennaio. In termini di attività, le informazioni di gennaio dovrebbero essere miste, con vendite al dettaglio deboli, spesa in costruzioni, vendite di case nuove e ordini di beni durevoli ex-trasporti in modesto rialzo. Le prime indagini di marzo dovrebbero essere positive, con la fiducia dei consumatori in ripresa e l'indice Empire in territorio moderatamente espansivo.

Lunedì 11 marzo

Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** è attesa in recupero a gennaio di 0,6% m/m. Si tratterebbe solo di una parziale normalizzazione dopo mesi di cali incessanti sulla scia delle sorti avverse del comparto auto e quindi del calo di domanda nei beni capitali. Le indicazioni dalle indagini IFO e PMI sono di protratta debolezza del comparto anche nei prossimi mesi. Se confermato, il dato di gennaio lascerebbe la produzione in rota comunque per una lieve flessione nel 1° trimestre data l'uscita assai debole dallo scorso anno.

- **Germania.** Il **saldo di bilancia commerciale** dovrebbe essere poco variato a gennaio, 19,0 miliardi da 19,4. Le esportazioni sono attese correggere di -0,8% m/m dopo il +0,4% m/m di dicembre, e le importazioni di -0,4%m/m. Le indicazioni dal PMI globale sono di un rallentamento dell'export tedesco a inizio 2019.

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** a gennaio sono previste in aumento di 0,1% m/m, dopo -1,2% m/m di dicembre, sulla scia di debolezza delle auto e di correzioni dei prezzi della benzina. Al netto delle auto, le vendite dovrebbero essere in rialzo di 0,4% m/m (dopo -1,8% m/m di dicembre). Al netto di auto e benzina, la variazione prevista è più solida (+0,6% m/m). I dati dovrebbero risentire negativamente degli effetti dello *shutdown* e del maltempo di fine mese. Il 1° trimestre dovrebbe registrare un netto rallentamento della crescita, sia complessiva sia dei consumi. La stima nowcasting dell'Atlanta Fed è di 0,5% t/t ann. per il PIL e di 1,5% t/t ann. per i consumi.

Martedì 12 marzo

Area euro

- **Regno Unito**. La Camera dei Comuni voterà di nuovo l'accordo con l'UE siglato dal governo, e già respinto il 15 gennaio con un ampio margine. Il governo si è impegnato a cercare di ottenere dall'Unione Europea rassicurazioni con valore legale sulla temporaneità del *backstop* per l'Irlanda, che, però, difficilmente saranno concesse. Se l'accordo sarà nuovamente respinto, il governo ha promesso di organizzare altri due voti. Il primo, il 13 marzo, su una mozione che consentirà al parlamento di accettare o respingere l'ipotesi di uscita senza accordo (fermo restando che essa si verificherebbe ugualmente senza l'approvazione del trattato di recesso prima della scadenza legale). Il secondo, si svolgerebbe il 14 marzo se il

Parlamento respingerà lo scenario di uscita senza accordo (come è molto probabile). In tal caso, il parlamento sarà chiamato a pronunciarsi su una mozione che proporrà di richiedere una breve proroga del periodo negoziale. Tale appuntamento potrebbe diventare molto importante, perché in tale occasione gli emendamenti potrebbero restituire al Parlamento il controllo del processo, spianando la via a possibili convergenze a favore di alternative finora sempre bocciate. Una possibilità è che la Camera dei Comuni decida di tornare a consultare gli elettori; un'altra, che opposizioni e conservatori moderati convergano su una diversa relazione a regime, ad esempio basata sulla permanenza nell'unione doganale UE. Ma è anche possibile che, proprio per evitare questi scenari, gli euroscettici provino nuovamente a far cadere il governo May.

Stati Uniti

- Il **CPI** a febbraio è previsto in rialzo di 0,2% m/m, sia per l'indice *headline* sia per quello core. L'indice *headline* è rimasto stabile per tre mesi consecutivi, mentre il CPI core dovrebbe registrare una variazione in linea con quella dei sei mesi precedenti. Fra le voci attese in rialzo nell'indice core a febbraio ci sono l'abbigliamento, la sanità e l'abitazione, mentre le auto dovrebbero registrare debolezza alla luce della flessione delle vendite. L'inflazione core dovrebbe restare stabile a 2,2% a/a, come nella seconda metà del 2018.

Mercoledì 13 marzo

Area euro

- **Italia**. I dati sul mercato del lavoro relativi al 4° trimestre dovrebbero mostrare un tasso di **disoccupazione** al 10,6%, in salita dal 10,3% dei tre mesi precedenti. Nel trimestre, l'occupazione è calata di -0,1% t/t, in un contesto di espansione della forza lavoro. In termini percentuali, il calo ha riguardato soprattutto lavoratori indipendenti e dipendenti a termine. Il tasso dei senza-lavoro era tornato a scendere nell'ultimo mese dell'anno, a 10,4%, per poi risalire a 10,5% a gennaio. La fase di debolezza dell'attività economica, a metà tra stagnazione e recessione vera e propria, pone dei dubbi circa il mantenimento di condizioni espansive sul mercato del lavoro nel medio termine.

- **Area euro.** A gennaio **la produzione industriale** è attesa in aumento dell'1% m/m dopo il crollo di -0,9% m/m di dicembre, sulla spinta di una ripresa dell'attività molto forte in Francia, Italia, Spagna e Irlanda. Se confermato, il dato lascerebbe la produzione in rotta per una sostanziale stagnazione nel 1° trimestre dell'anno, dopo il -1,4% t/t di dicembre.

Stati Uniti

- Il **PPI** a febbraio è atteso in aumento di 0,2% m/m sia per l'indice *headline*, sia per quelli al netto di alimentari ed energia e al netto di alimentari, energia e commercio. Le pressioni inflazionistiche dovrebbero restare contenute e pressoché stabili nel 2019.

- Gli **ordini di beni durevoli** a gennaio (prel.) sono previsti in calo di -0,7% m/m per via di una correzione nel comparto dell'aeronautica civile. Al netto dei trasporti, la previsione è di un aumento di 0,2% m/m. Gli ordini di beni capitali al netto dei trasporti e della difesa dovrebbero riprendersi dopo due mesi consecutivi in calo, senza però modificare le indicazioni di rallentamento della dinamica degli investimenti fissi delle imprese nel 1° trimestre.

- La **spesa in costruzioni** di gennaio è prevista in aumento di 0,2% m/m, dopo -0,6% m/m di dicembre. La spesa pubblica dovrebbe restare debole per via dello *shutdown*, mentre quella privata dovrebbe segnare un rimbalzo dopo la forte correzione di dicembre: la componente residenziale dovrebbe segnare un modesto aumento, e quella non residenziale dovrebbe solo essere marginalmente positiva, sulla scia del comparto estrattivo in frenata e dell'incertezza politica.

Giovedì 14 marzo

Area euro

- **Germania.** I **prezzi al consumo** dovrebbero essere confermati in aumento di 0,5% m/m sia sulla misura nazionale che su quella armonizzata. L'inflazione è attesa in aumento di due decimi a 1,6% sull'indice nazionale e stabile all'1,7% su quello armonizzato. Si noti che l'indice armonizzato tedesco è stato rivisto a febbraio per migliorare la metodologia di calcolo in particolare dei pacchetti vacanze. L'inflazione tedesca è attesa nuovamente in calo da marzo su di un contributo negativo dall'energia.

- **Francia**. La stima finale dovrebbe confermare che i **prezzi al consumo** a febbraio sono rimasti fermi dopo essere calati di -0,4% m/m a gennaio in termini nazionali ma sono cresciuti di un decimo (da -0,6% m/m precedente) in termini armonizzati. L'inflazione è attesa quindi essere confermata in accelerazione di un decimo a 1,3% da 1,2% precedente sulla misura nazionale e a 1,5% da 1,4% su quella armonizzata. Prevediamo che nella restante parte dell'anno il CPI rallenterà marginalmente per attestarsi in media annua all'1,2%.

Stati Uniti

- I **prezzi all'import** a febbraio sono attesi in rialzo di 0,3% m/m, dopo -0,5% m/m di gennaio, spinti dalla crescita del prezzo del petrolio e della debolezza del dollaro vista all'inizio del 2019.

- Le **vendite di case nuove** a gennaio sono attese in rialzo a 630 mila, da 621 mila di dicembre. La fiducia dei costruttori di case ha svoltato a gennaio tornando a salire sulla scia della correzione dei tassi di interesse vista da fine 2018. Inoltre, le scorte di case invendute sono in aumento e segnalano una minor restrizione dal lato dell'offerta.

Venerdì 15 marzo

Area euro

- **Area euro**. L'**inflazione** dovrebbe essere confermata in aumento di un decimo a 1,5% a/a febbraio. La dinamica sottostante, al netto di energia e alimentari freschi, dovrebbe essere confermata invariata a 1,2%. L'inflazione al netto di energia alimentari e tabacchi dovrebbe essere confermata in calo all'1,0%. L'inflazione *core* si muoverà solo di poco verso l'alto nei prossimi mesi (1,4% in media 2019 da 1,2% nel 2018) rendendo le scelte BCE più incerte.

- **Italia.** L' **inflazione** di febbraio dovrebbe essere confermata in salita a 1,1% a/a sull'indice nazionale (1,2% sull'armonizzato UE), da 0,9% precedente. Le principali pressioni al rialzo sono arrivate per il secondo mese dagli alimentari. Anche l'inflazione di fondo dovrebbe essere confermata, in questo caso stabile allo 0,5% a/a. Stimiamo che il CPI possa risultare poco variato nei prossimi mesi. La nostra previsione per la media annua è di poco inferiore al livello di febbraio (0,9% sul NIC, 1% sull'armonizzato).

Stati Uniti

- L'indice **Empire** della NY Fed a marzo dovrebbe aumentare modestamente a 10,5 da 8,8 di febbraio. L'indagine a febbraio aveva registrato un rimbalzo dopo l'ampio calo di gennaio, e a marzo si dovrebbe vedere un ulteriore aumento di ordini, consegne e occupati. Anche gli indici di aspettative a sei mesi dovrebbero confermare il miglioramento visto a febbraio, restando in territorio ampiamente espansivo.

- La **produzione industriale** a febbraio dovrebbe rimbalzare di +0,7% m/m dopo la correzione di gennaio (-0,6% m/m), sulla scia di una forte spinta del manifatturiero. Il settore auto dovrebbe segnare un rialzo dell'output marcato, dopo un -0,9% m/m. Anche le utility dovrebbero essere in aumento, per via del clima avverso, mentre l'estrattivo dovrebbe correggere, vista l'inversione di trend delle trivelle in attività registrata da inizio anno.

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a marzo (prel.) dovrebbe riprendersi ulteriormente, salendo a 95,5 da 93,8, confermando che la correzione vista fra fine 2018 e inizio 2019 era transitoria e collegata alla volatilità dei mercati e allo *shutdown*, fattori in gran parte archiviati nell'ultimo mese. Le aspettative di inflazione dovrebbero stabilizzarsi, dopo un calo sull'orizzonte a 5-10 anni, al 2,3%.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (11 – 15 marzo)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun	11/3	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	gen	-0.4	%	0.2	0.6
		08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		gen	19.4	Mld €		19.0
		13:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	gen	-1.2	%	0.1	0.1
		13:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	gen	-1.8	%	0.3	0.4
		15:00	USA	Scorte delle imprese m/m		dic	-0.1	%	0.3	
Mar	12/3	10:30	GB	Produzione industriale m/m	*	gen	-0.5	%	0.0	
		10:30	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		gen	-3.642	Mld £		
		10:30	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		gen	-12.10	Mld £		
		13:30	USA	CPI m/m	*	feb	0.0	%	0.2	0.2
		13:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		feb	2.2	%	2.1	2.2
		13:30	USA	CPI a/a		feb	1.6	%	1.6	1.6
		13:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	feb	0.2	%	0.2	0.2
Mer	13/3	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		gen	-0.1	%	-1.5	
		09:00	SPA	IPCA a/a finale		feb	prel 1.1	%		1.1
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	gen	-0.9	%	0.5	1.0
		13:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	gen	0.1	%	0.1	0.2
		13:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	gen	1.2	%	-0.8	-0.7
		13:30	USA	PPI m/m		feb	-0.1	%	0.2	0.2
		13:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	feb	0.3	%	0.2	0.2
		15:00	USA	Spesa in costruzioni		gen	-0.6	%	0.2	0.2
Gio	14/3	08:00	GER	IPCA a/a finale		feb	prel 1.7	%	1.7	1.7
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	feb	prel 0.5	%	0.5	0.5
		08:00	GER	CPI (Lander) m/m finale	*	feb	prel 0.5	%	0.5	0.5
		08:00	GER	CPI (Lander) a/a finale		feb	prel 1.6	%	1.6	1.6
		08:45	FRA	IPCA a/a finale		feb	prel 1.5	%	1.5	1.5
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	feb	-0.5	%		
		08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	feb	prel 0.1	%		0.1
		13:30	USA	Prezzi all'import m/m		feb	-0.5	%	0.3	0.3
		14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	223	x1000		
		15:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	gen	0.621	Mln	0.628	0.630
Ven	15/3	10:00	ITA	Ordini all'industria a/a		gen	-5.3	%		
		10:00	ITA	Ordini all'industria m/m		gen	-1.8	%		
		10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		gen	-7.3	%		
		10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		gen	-3.5	%		
		11:00	ITA	IPCA m/m finale	*	feb	prel -0.2	%		-0.2
		11:00	ITA	IPCA a/a finale		feb	prel 1.2	%	1.2	1.2
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	feb	prel 0.2	%		0.2
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		feb	prel 1.1	%		1.1
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		feb	prel 1.2	%		1.2
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	feb	prel 1.5	%	1.5	1.5
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	feb	prel 0.3	%	0.3	0.3
		13:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	mar	8.80		10	10.5
		14:15	USA	Impiego capacità produttiva		feb	78.2	%	78.7	
		14:15	USA	Produzione industriale m/m		feb	-0.6	%	0.6	0.7
		15:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		mar	93.8		93.0	95.5
		21:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		gen	-48.3	Mld $		

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (11 – 15 marzo)

Data		Ora	Paese	*	Evento
Lun	11/3	14:00	GB		Discorso di Haskel (BOE)
Mar	12/3		GB		"Voto significativo" su una mozione per approvare un accordo di recesso dall'UE
Mer	13/3		GB		Voto su una mozione di recesso dall'UE senza accordo
Gio	14/3		GB		Voto su una mozione di richiesta di breve estensione del periodo negoziale previsto dall'art.50
Ven	15/3		GIA	*	Riunione di politica monetaria della BOJ
			GIA	*	La BoJ annuncia il tasso di policy e il rendimento 10 anni (prev. ISP: invariati)
		10:00	EUR		Discorso di Rehn (ECB)
			ITA	*	Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia

Note: (**) molto importante; (*) importante
Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti					
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice ISM non manifatturiero composito	feb	56.7		57.3	59.7
Nuovi occupati: stima ADP	feb	+300	~~(213)~~ x1000	189	183.0
Richieste di sussidio	settim	226	~~(225)~~ x1000	225	223
Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale	T4		%	1.6	1.9
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T4		%	1.6	2.0
Licenze edilizie	gen		Mln	1.289	
Nuovi cantieri residenziali	gen	1.078	Mln	1.197	
Tasso di disoccupazione	feb	4.0	%	3.9	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	feb	304	x1000	180	
Salari orari m/m	feb	0.1	%	0.3	

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Bloomberg

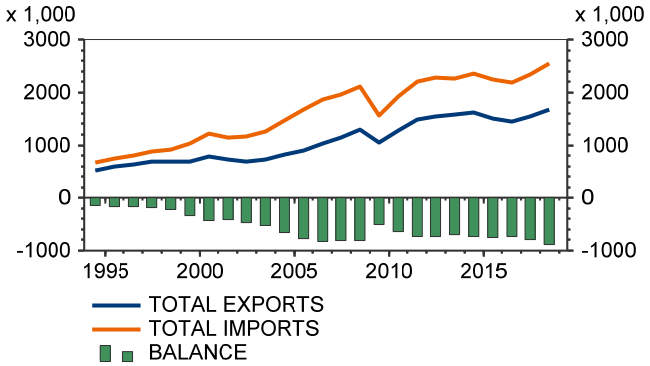
La **spesa in costruzioni** a dicembre cala di -0,6% m/m dopo +0,8% m/m a novembre. La spesa privata corregge di -1,4% m/m, con una flessione di -1,4% m/m per la componente residenziale e un aumento di 0,4% m/m per quella non residenziale. La spesa pubblica è in calo di -0,6% m/m. I dati confermano la debolezza degli investimenti residenziali e danno indicazioni di entrata negativa per la variazione del 1° trimestre.

L'**ISM non manifatturiero** a febbraio aumenta a 59,7 da 56,7 di gennaio, sorprendendo verso l'alto le aspettative di consenso. Lo spaccato dell'indagine è positivo, con rialzi delle componenti attività (a 64,7 da 59,7) e ordini (a 65,2 da 57,7). L'occupazione corregge a 55,2 da 57,8, ma resta in territorio ampiamente espansivo e i prezzi pagati segnano un rallentamento del ritmo di crescita (55,4 da 59,4). Le imprese restano preoccupate per i dazi e per la scarsità di capacità produttività e di occupazione, ma sono complessivamente ottimiste sulle condizioni di attività e sull'economia. Le informazioni dell'indagine danno supporto all'aspettativa che l'attività continui a espandersi nel prossimo trimestre dopo la probabile battuta d'arresto di inizio anno.

Le **vendite di case nuove** a dicembre aumentano per il secondo mese consecutivo, salendo a 621 mila, da 599 mila di novembre, con un rialzo marcato negli stati nord-orientali e un calo nel Midwest. Le scorte di case invendute, a 6,6 mesi sono in calo rispetto a un picco recente di 7,2 mesi, ma in aumento rispetto alla media del primo semestre 2018, intorno a 5,5 mesi. I prezzi medio e mediano di vendita sono in aumento rispetto a novembre. Il calo dei tassi sui mutui e il costante miglioramento del mercato del lavoro sono favorevoli a una stabilizzazione delle vendite, dopo un anno di deterioramento, senza però permettere un trend positivo, per via della scarsità di offerta e dei prezzi elevati.

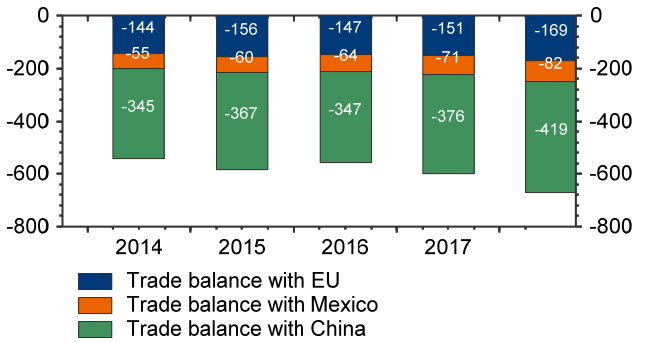
Stati Uniti. **Il deficit commerciale** a dicembre si allarga più di quanto atteso dal consenso, toccando -59,8 mld di dollari (da -50,3 mld di novembre), massimo da ottobre 2008. Su base annua, il deficit raggiunge -621 mld di dollari, livello più ampio dal 2008. I dati di dicembre mostrano un calo dell'export di -1,9% m/m, a fronte di un aumento delle importazioni di +2,1% m/m. Il deficit dei beni nel 2018 raggiunge 891 mld di dollari, massimo storico per la serie, nonostante gli obiettivi di riduzione annunciati da Trump. Il deficit dei beni con la Cina si è allargato a 419,2 mld di dollari (+43,6 mld rispetto al 2017). Il trend del deficit è guidato dai differenziali di crescita che, con l'ampio stimolo fiscale impresso nel 2018 dalla riforma tributaria USA, si è allargato nei confronti di tutti i partner commerciali.

Il deficit commerciale dei beni continua a crescere…



Fonte: Thomson Reuters Datastream

…soprattutto con la Cina



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	gen	0.1	%	-0.4	+2.0
PIL t/t finale	T4	0.3	%	0.4	0.5
PIL t/t, ann. finale	T4	1.4	%	1.8	1.9

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Bloomberg

Regno Unito

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI servizi	feb	50.1	49.9	51.3

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Bloomberg

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
EUR	PPI a/a	gen	3.0		%	2.9	3.0
EUR	PMI servizi finale	feb	52.3			52.3	52.8
EUR	PMI composito finale	feb	51.4			51.4	51.9
EUR	Vendite al dettaglio m/m	gen	-1.4	~~(-1.6)~~	%	1.2	1.3
EUR	PIL a/a finale	T4	1.2		%	1.2	1.1
EUR	PIL t/t finale	T4	0.2		%	0.2	0.2
EUR	Occupazione t/t	T4	0.3		%	0.3	0.3
FRA	PMI servizi finale	feb	49.8			49.8	50.2
FRA	Produzione industriale m/m	gen	0.0	~~(0.8)~~	%	0.1	1.3
GER	PMI servizi finale	feb	55.1			55.1	55.3
GER	Ordini all'industria m/m	gen	0.9	~~(-1.6)~~	%	0.5	-2.6
ITA	PMI servizi	feb	49.7			49.4	50.4
ITA	PIL a/a finale	T4	0.1		%	0.1	0.0
ITA	PIL t/t finale	T4	-0.2		%	-0.2	-0.1
ITA	Vendite al dettaglio a/a	gen	-0.8	~~(-0.60)~~	%		1.3
ITA	Produzione industriale m/m	gen	-0.7		%	0.1	1.7
ITA	PPI a/a	gen	4.1		%		4.4
ITA	PPI m/m	gen	-0.5		%		0.0
SPA	Produzione industriale a/a	gen	-5.9	~~(-6.2)~~	%	-1.4	2.4

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Bloomberg

Area euro. La seconda stima rivede il **PMI composito** a febbraio a 51,9 (da 51,4 della lettura preliminare) e in aumento di quasi un punto rispetto al mese precedente. Nel mese sono migliorati gli ordini all'economia che tornano a quota 50 da 49,5. Ricordiamo che la seconda lettura ha confermato il PMI manifatturiero in calo a 49,3 da 50,5. Il recupero è interamente dovuto al PMI servizi che è tornato a 52,8 da 51,2 grazie al netto miglioramento in Germania

(55,3 da 53) e in Francia (50,2 da 47,8) ed in minor misura in Italia (50,4 da 49,7). Altresì in Spagna il PMI servizi è calato nel mese di due decimi a 54,5. Nei primi due mesi di quest'anno, il PMI composito si è aggirato in media a 51,5, circa un punto al di sotto del livello del 4° trimestre ed indica pertanto una crescita del PIL euro zona di 0,2% t/t anche nel 1° trimestre 2019. Per ora i segnali di recupero sono scarsi e poco convincenti. Confermiamo la nostra stima di crescita dell'1,2% in media 2019 ma segnaliamo che i rischi sono ancora verso il basso.

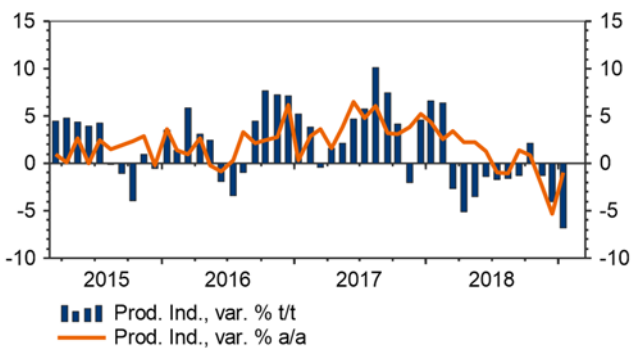
Italia. La produzione industriale è balzata a sorpresa di +1,7% m/m a gennaio. È il **primo aumento dopo 4 mesi di calo**. La nostra stima era per una ripresa superiore al consenso, ma **il dato è andato oltre ogni più rosea previsione. La tendenza annua dell'*output*, sia pure in recupero, resta in territorio negativo**, a -0,8% (corretto per gli effetti di calendario), da -5,5% di dicembre (che rappresentava un minimo da sei anni). Il rimbalzo su base congiunturale è dovuto, oltre che all'energia (+6,4% m/m), ai beni di consumo (+2,4% m/m), soprattutto non durevoli. Poco più che variati i beni capitali (+0,3% m/m). Ciò conferma come in questa fase **la tenuta del ciclo sia legata soprattutto ai consumi delle famiglie, mentre non vi sono almeno per ora segnali di ripartenza del ciclo degli investimenti** delle imprese. L'andamento per settore mostra tra l'altro un **forte calo di farmaceutici** (-3,6% m/m, -10,5% a/a) **e mezzi di trasporto** (-1,6% m/m, -3,9% a/a), **non a caso fra i comparti più orientati all'export e che maggiormente avevano trainato la fase espansiva degli anni scorsi**.

- Il dato non va sopravvalutato, perché **le variazioni congiunturali di gennaio sono assai volatili** in quanto condizionate dai processi di aggiustamento stagionale, e perciò spesso soggette a revisioni e seguite da variazioni di segno opposto a gennaio (gennaio 2016: +3,9% m/m; 2017: -2,1% m/m; 2018: -2,8% m/m). Inoltre, **la tendenza delle indagini di fiducia, almeno nel manifatturiero, non mostra per ora segnali di ripartenza** (dato l'indebolimento in corso del commercio mondiale). In ogni caso, **il dato sposta le prospettive per il 1° trimestre**, in quanto la produzione è ora in rotta per una crescita di 0,7% t/t. A nostro avviso, dato che è assai probabile una correzione a febbraio, l'aumento sarà di entità inferiore. Tuttavia, **sarebbe il primo incremento dell'*output* nell'industria da fine 2017.**

- Mentre fino all'ottava scorsa i dati congiunturali evidenziavano pressoché tutti univocamente un indebolimento dell'attività economica, gli indicatori diffusi questa settimana (recupero del PMI servizi a febbraio, revisione del PIL 4° trimestre 2018 e forte rimbalzo della produzione industriale a gennaio) segnalano che **è ora possibile che il PIL eviti un'altra flessione nel trimestre corrente**. Sulla stima c'è ancora incertezza visto che i dati sinora disponibili riguardano solo l'inizio del trimestre, ma l'intervallo di previsione è ora 0-0,1% t/t.

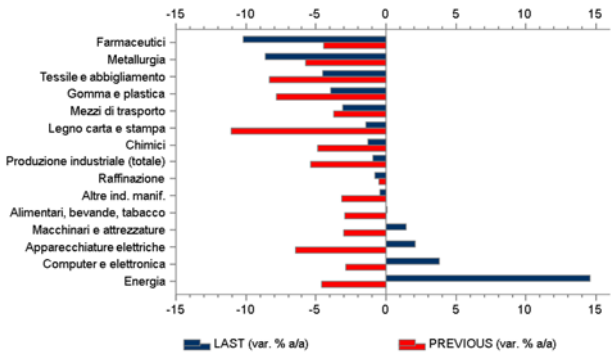
- Nel caso in cui il PIL eviti una contrazione a inizio anno, **la media 2019 potrebbe risultare non negativa o nulla come ci si poteva attendere sino a poco tempo fa**. In altri termini, la stima più recente, tra quella dei principali previsori ufficiali (-0,2%, comunicata dall'OCSE solo qualche giorno fa), potrebbe rivelarsi eccessivamente pessimistica. **La nostra nuova stima sul PIL italiano è 0,2% per l'anno in corso e 0,7% per il 2020.**

Italia – Produzione industriale in recupero a gennaio



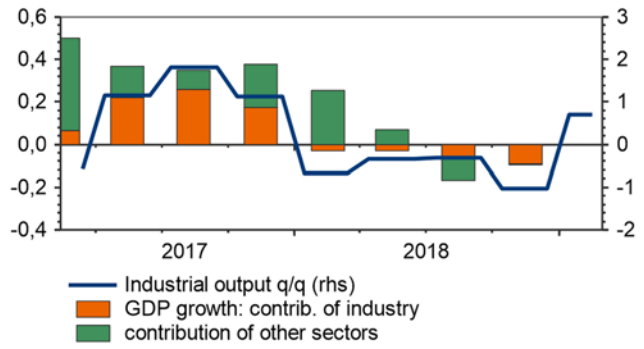
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Italia – L'inversione di tendenza è guidata dall'energia



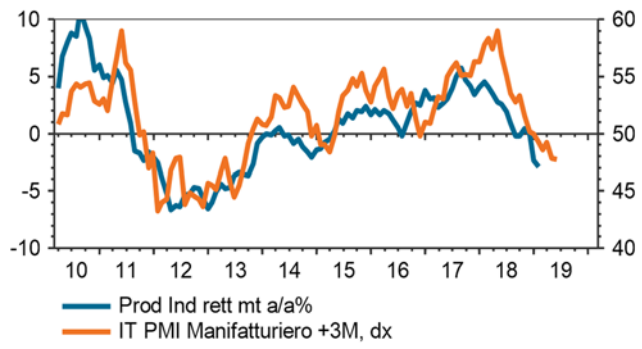
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Italia – L'industria potrebbe tornare a contribuire al PIL a inizio 2019



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Italia – Tuttavia le indagini, almeno per ora, non segnalano un'inversione del trend negativo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Italia. **La seconda lettura del dato sul PIL relativo al 4° trimestre 2018 ha mostrato una revisione al rialzo sul dato congiunturale** (a -0,1% t/t da -0,2% t/t della stima precedente), **e viceversa una rilettura al ribasso della variazione tendenziale** (a zero da +0,1% della prima lettura; la revisione è dovuta soprattutto al 1° trimestre 2018; si tratta in ogni caso di un minimo da cinque anni). **Il 2018 ha chiuso con una crescita (corretta per i giorni lavorativi) di 0,8%**, in questo caso confermando la prima stima (in rallentamento dall'1,7% del 2017). Il dato 2018 non corretto per gli effetti di calendario è 0,9%. Il dettaglio delle componenti di domanda è in qualche misura incoraggiante, in quanto mostra una **crescita sia pur modesta sia della domanda interna che del commercio estero, mentre il principale freno è venuto dal ridimensionamento delle scorte**. Nel dettaglio:

I consumi delle famiglie sono aumentati di +0,1% t/t, dopo la stagnazione dei due trimestri precedenti, grazie soprattutto ai beni durevoli (+1,8% t/t, massimo da oltre un anno); la tendenza annua dei consumi è risalita marginalmente a 0,5% da 0,4% precedente (che rappresentava un minimo da quattro anni);

Gli investimenti sono cresciuti, sia pur lievemente (+0,3% t/t), dopo il deciso calo del trimestre precedente (-1,3% t/t). In particolare, sono rimbalzati gli investimenti sia in macchinari che in mezzi di trasporto (0,9% e 1,2% t/t, rispettivamente), mentre le costruzioni (non residenziali) hanno dato un contributo negativo. In ogni caso, la tendenza annua degli investimenti è rallentata vistosamente, ad appena 0,1% a/a dopo l'1,7% del 3° trimestre e il 6,3% del 2° trimestre: in pratica, gli investimenti su base annua sono passati in un semestre da un picco dal 2002 a una stagnazione (che non si vedeva dal 2014);

Come atteso, **il commercio estero ha dato un contributo positivo al PIL** (+0,2% t/t, come già nel trimestre estivo), in forza di un export in crescita di 1,3% a fronte dello 0,9% dell'import (entrambi i flussi risultano in accelerazione rispetto ai tre mesi precedenti);

Il maggior contributo negativo al PIL è venuto dalle scorte (-0,4% t/t dopo il -0,1% t/t dei due trimestri precedenti);

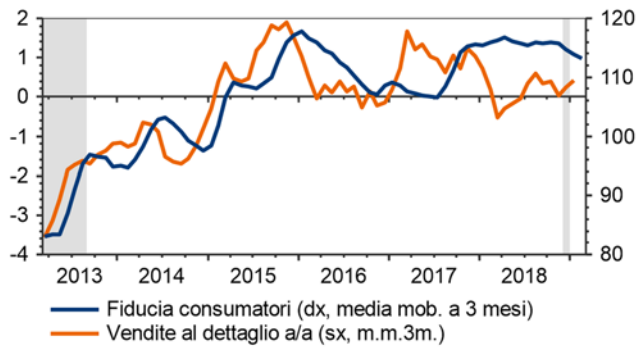
Infine, **la spesa pubblica è calata di un decimo,** in linea con il trimestre estivo.

Nel trimestre, **la caduta del valore aggiunto è dovuta interamente all'industria** (-0,5% t/t dopo il -0,2% t/t precedente), **mentre i servizi sono tornati a crescere** (+0,1% t/t dopo il -0,2% estivo). Anche l'agricoltura ha subito una contrazione (-1,1% t/t). All'interno del terziario, spicca la decisa flessione dei servizi di informazione e comunicazione (-1,5% t/t, -4,4% a/a).

In sintesi, **il dato è migliore del previsto**, in quanto non solo c'è stata una revisione al rialzo sulla variazione congiunturale del PIL, ma il dettaglio delle componenti ha evidenziato una crescita sia pur modesta sia della domanda interna che di quella estera, e l'attività economica si è contratta unicamente per via del volatile contributo negativo delle scorte. Dopo la seconda lettura dei conti economici relativi al 4° trimestre 2018, e dopo il rimbalzo fatto segnare nel mese di febbraio dall'indice PMI composito (a 49,6 da 48,8 di gennaio, grazie a un recupero inatteso nei servizi, a 50,4 da 49,7), migliora lievemente la previsione sulla variazione congiunturale del PIL nel trimestre in corso. **Se in precedenza un'altra flessione dell'attività economica (la terza consecutiva) era praticamente certa, oggi la stima sul 1° trimestre si colloca in un intervallo tra zero e +0,1% t/t.**

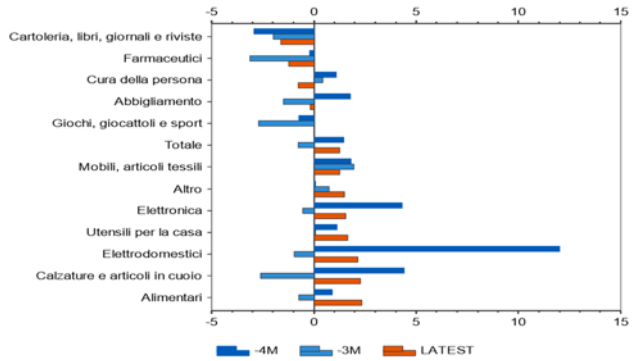
Italia. Le **vendite al dettaglio** hanno mostrato un recupero a gennaio, crescendo di +0,5% m/m (+0,6% m/m in volume) dopo il calo di -0,6 m/m registrato a dicembre. La variazione tendenziale è tornata in territorio positivo, a +1,3% a/a da -0,8% precedente (e a +1,5% da -0,6% in volume). Il recupero nel mese è dovuto agli alimentari. Su base annua, continua ad essere trainante la grande distribuzione (+2,8%, un massimo da marzo 2018, che peraltro era "gonfiato" dalle festività Pasquali), in particolare i *discount* di alimentari (+6,2%); torna a crescere il commercio elettronico (+13,3%, dopo il -0,3% di dicembre). Viceversa, restano in flessione le imprese operanti su piccole superfici, specie di non alimentari. Il dettaglio per gruppi di prodotti è assai variegato: si notano robusti incrementi per calzature e articoli in cuoio e da viaggio (+2,3%) ed elettrodomestici, radio, tv e registratori (+2,2%), a fronte di flessioni marcate per cartoleria, libri, giornali e riviste (-1,6%) e prodotti farmaceutici (-1,2%). Nel trimestre, le vendite risultano in rotta per un aumento dello 0,2% t/t in valore e dello 0,3% t/t in volume (da -0,1% e +0,2% t/t precedenti, rispettivamente). Ciò segnala che i consumi di contabilità nazionale nel 1° trimestre potrebbero evidenziare una variazione di 0,1/0,2% t/t (simile o marginalmente superiore a quella dei tre mesi precedenti).

Italia – Vendite al dettaglio in recupero a gennaio, verso tassi di crescita più coerenti con il livello ancora espansivo della fiducia dei consumatori



Nota: area ombreggiata=recessione. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

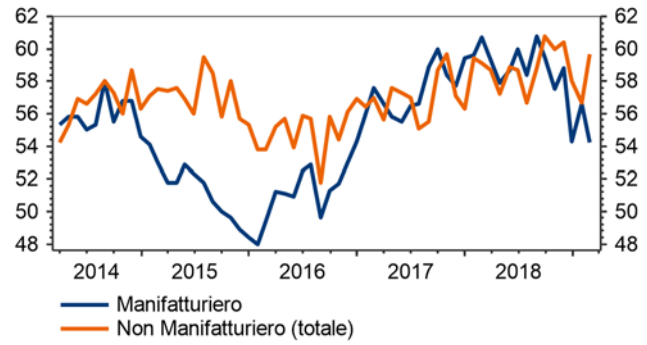
Italia - Il dettaglio delle vendite al dettaglio tendenziali per gruppi di prodotti è assai variegato



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

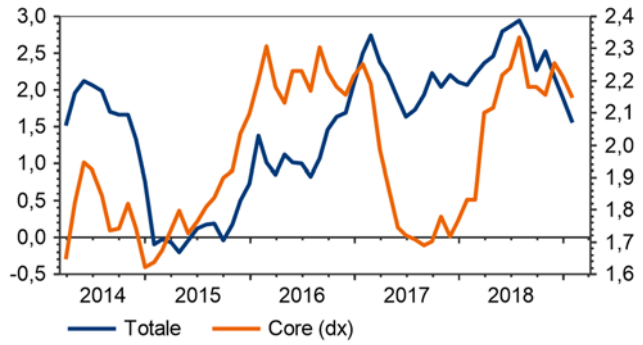
Stati Uniti

Indagini ISM



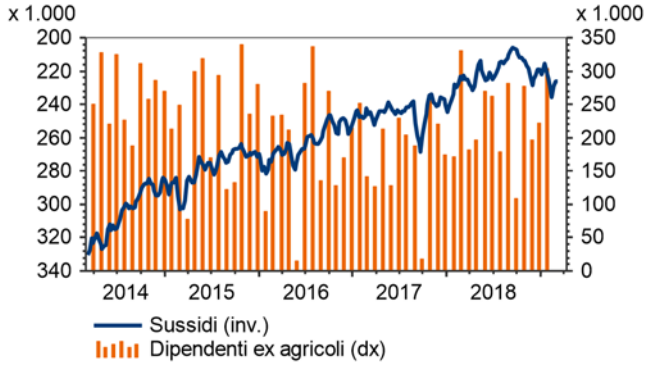
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

CPI – Var. % a/a



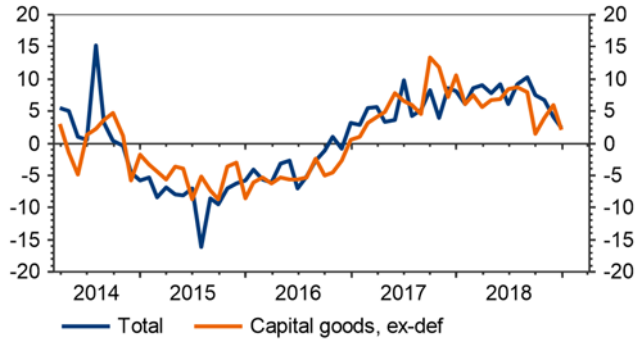
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Nuovi Ordinativi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

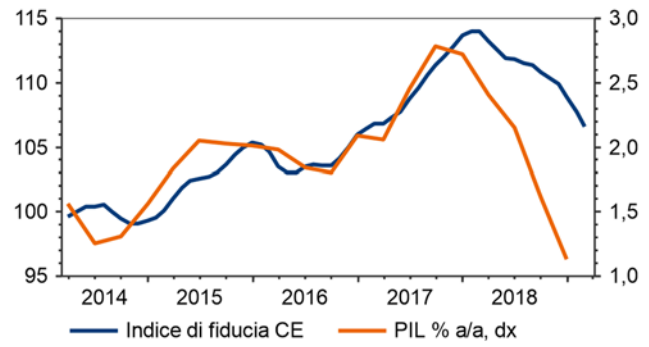
Previsioni

	2018p	2019p	2020p	2018			2019				2020
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti,a/a)	2.9	2.4	1.9	2.9	3.0	3.1	2.9	2.4	2.2	2.1	2.2
- trim./trim. annualizzato				4.2	3.4	2.6	1.5	2.3	2.4	2.1	1.8
Consumi privati	2.6	2.7	2.2	3.8	3.5	2.8	2.2	2.8	2.3	2.3	2.2
IFL - privati non residenziali	7.0	4.5	3.7	8.7	2.5	6.2	4.2	3.8	4.0	4.0	3.7
IFL - privati residenziali	-0.2	-1.1	1.0	-1.3	-3.6	-3.5	-1.0	0.8	1.3	1.0	0.8
Consumi e inv. pubblici	1.5	1.7	1.2	2.5	2.6	0.4	1.8	2.0	1.8	1.2	1.0
Esportazioni	3.9	1.8	2.4	9.3	-4.9	1.6	2.1	2.3	3.4	2.2	2.1
Importazioni	4.6	3.5	3.1	-0.6	9.3	2.7	2.9	3.5	3.1	2.8	3.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.3	-0.1	-1.5	2.7	0.2	0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-2.3	-2.7	-2.8								
Deficit Pubblico (% PIL)	-6.4	-6.5	-6.8								
Debito pubblico (% PIL)	135.5	136.6	138.3								
CPI (a/a)	2.4	1.6	1.9	2.7	2.6	2.2	1.6	1.5	1.6	1.7	1.9
Produzione Industriale	4.0	2.3	2.0	1.3	1.2	1.1	-0.3	0.5	0.6	0.6	0.5
Disoccupazione (%)	3.9	3.5	3.3	3.9	3.8	3.8	3.7	3.5	3.4	3.4	3.3

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

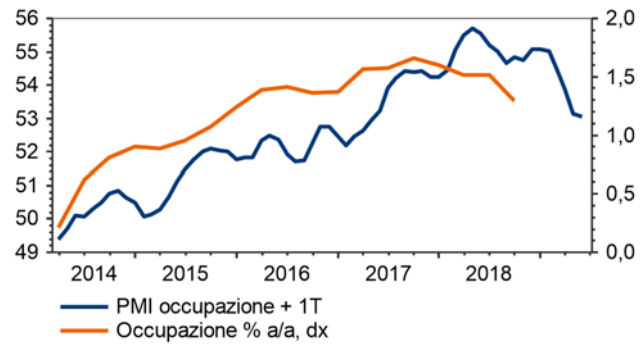
Area euro

PIL



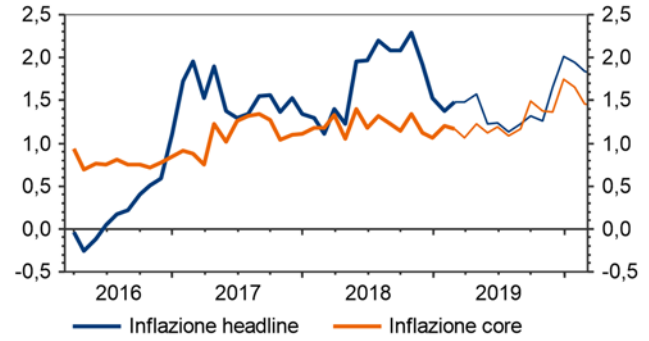
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2018	2019	2020
gennaio	1.3	1.4	1.9
febbraio	1.1	1.5	1.8
marzo	1.4	1.5	1.8
aprile	1.2	1.6	1.8
maggio	2.0	1.2	1.6
giugno	2.0	1.2	1.6
luglio	2.2	1.1	1.5
agosto	2.1	1.2	1.5
settembre	2.0	1.3	1.4
ottobre	2.3	1.3	1.4
novembre	1.9	1.7	1.4
dicembre	1.5	2.0	1.4

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2018p	2019p	2020p	2018			2019				2020
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.8	1.2	1.4	2.1	1.6	1.1	1.0	1.0	1.3	1.5	1.6
- t/t				0.4	0.1	0.2	0.2	0.5	0.5	0.4	0.3
Consumi privati	1.3	1.1	1.4	0.2	0.1	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	3.1	2.3	2.3	1.5	0.6	0.6	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6
Consumi pubblici	1.0	1.5	1.2	0.4	0.0	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	3.0	2.4	2.5	1.1	0.2	0.9	0.3	0.7	0.7	0.6	0.6
Importazioni	2.9	3.0	3.0	1.3	1.1	0.5	0.6	0.7	0.6	1.0	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.0	0.1	-0.1	0.3	-0.4	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.1
Partite correnti (% PIL)	3.8	3.6	3.2								
Deficit pubblico (% PIL)	-0.8	-1.0	-0.9								
Debito pubblico (% PIL)	86.9	85.2	82.8								
Prezzi al consumo (a/a)	1.8	1.4	1.6	1.7	2.1	1.9	1.4	1.3	1.2	1.6	1.9
Produzione industriale (a/a)	1.0	-0.1	1.5	2.4	0.7	-1.9	-1.4	-0.7	-0.1	1.7	2.2
Disoccupazione (%)	8.2	7.7	7.6	8.3	8.0	7.9	7.8	7.8	7.7	7.7	7.6
Euribor 3 mesi	-0.32	-0.32	-0.14	-0.33	-0.32	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.33	-0.29

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

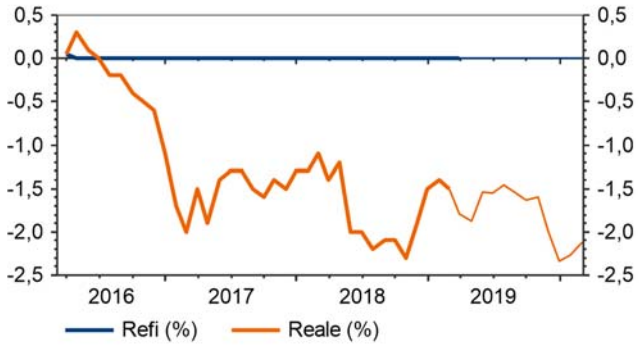
	giu	set	dic	28/2	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	0.00	0.00	**0.00**	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.38	-0.38	-0.37	**-0.37**	-0.37	-0.37	-0.33	-0.22
Euribor 3m	-0.32	-0.32	-0.31	**-0.31**	-0.32	-0.32	-0.29	-0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

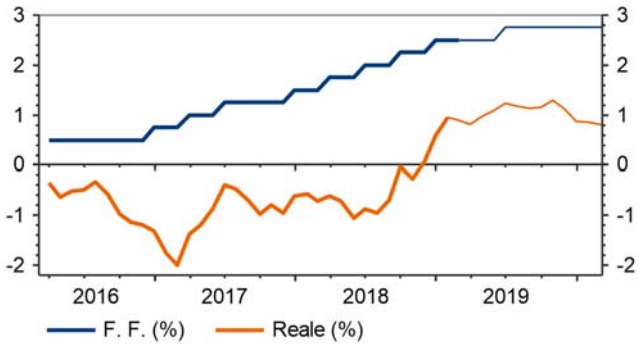
Stati Uniti

	giu	set	dic	28/2	mar	giu	set	dic
Fed Funds	2.00	2.25	2.50	**2.50**	2.50	2.75	2.75	2.75
Libor USD 3m	2.34	2.40	2.81	**2.63**	2.68	2.85	2.99	2.99

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

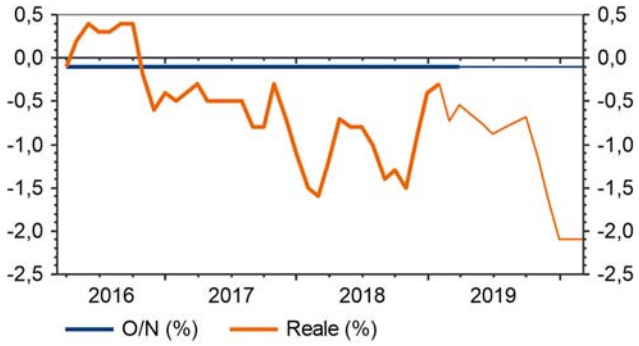
	giu	set	dic	28/2	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	**-0.10**	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.05	-0.05	-0.07	**-0.08**	-0.04	-0.02	-0.02	-0.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

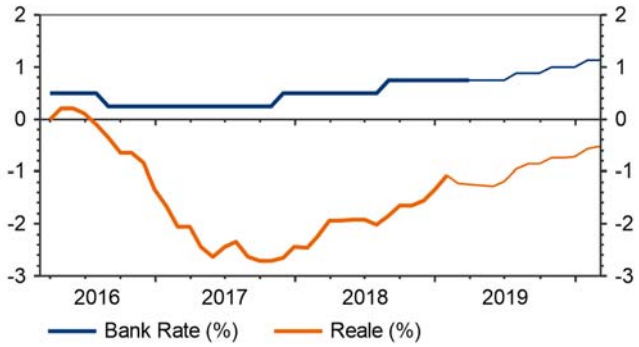
Regno Unito

	giu	set	dic	28/2	mar	giu	set	dic
Bank rate	0.50	0.75	0.75	**0.75**	0.75	0.75	0.88	1.00
Libor GBP 3m	0.67	0.80	0.91	**0.85**	0.94	0.95	1.05	1.18

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	1/3	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.05	1.22	1.17	1.14	1.15	**1.1201**	1.13	1.15	1.16	1.17	1.24
USD/JPY	114	107	111	114	109	**111.07**	110	111	111	112	110
GBP/USD	1.23	1.37	1.30	1.28	1.31	**1.3092**	1.31	1.32	1.35	1.30	1.32
EUR/CHF	1.06	1.15	1.13	1.13	1.14	**1.1315**	1.13	1.14	1.12	1.20	1.20
EUR/JPY	120	130	129	129	125	**124.43**	125	127	129	131	136
EUR/GBP	0.86	0.89	0.90	0.89	0.88	**0.8555**	0.86	0.87	0.92	0.91	0.94

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic Analysis		
Macro & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasanpaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

(1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;

(2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Comunicazioni specifiche:

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Gli investimenti e le strategie discusse nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. In caso di dubbi, suggeriamo di consultare il proprio consulente d'investimento.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. hanno posto in essere le "Regole per la gestione dei conflitti di interesse" per gestire con efficacia i conflitti di interesse che potrebbero influenzare l'imparzialità di tutta la ricerca e garantire ai fruitori della loro ricerca l'imparzialità della valutazione e delle previsioni contenute nella ricerca stessa. Una copia di tali Regole può essere richiesta per iscritto da chi riceve la ricerca all'Ufficio Compliance, Intesa Sanpaolo S.p.A., Corso Matteotti 1, 20122, Milano.

Intesa Sanpaolo S.p.A. ha posto in essere una serie di principi e procedure al fine di prevenire ed evitare conflitti di interesse ("Regole per Studi e Ricerche"). Le Regole per Studi e Ricerche sono chiaramente esposte nell'apposita sezione del sito web di Intesa Sanpaolo (www.intesasanpaolo.com).

Le società del Gruppo Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o di altro tipo.

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento intermediari no. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi il dettaglio dei contatti sopra).

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

Le Trading Ideas si basano sulle aspettative del mercato, il posizionamento degli investitori e gli aspetti tecnico-quantitativi o qualitativi. Tengono conto degli eventi macro e di mercato chiave e di quanto tali eventi siano già scontati dai rendimenti e/o dagli spread di mercato. Si basano inoltre su eventi che potrebbero influenzare l'andamento del mercato in termini di rendimenti e/o spread nel breve-medio periodo. Le Trading Ideas vengono sviluppate su mercati cash o derivati di credito e indicano un target preciso, un range di rendimento o uno spread di rendimento tra diverse curve di mercato o diverse scadenze sulla stessa curva. Le valutazioni relative sono realizzate in termini di rendimento, asset swap spread o benchmark spread.

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

Le trading ideas di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono sviluppate sia in un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi) sia in un orizzonte temporale compreso tra una settimana e tre mesi, in relazione con qualsiasi evento eccezionale che possa influenzare le operazioni dell'emittente.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo
www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità con la normativa applicabile.
Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili attraverso la pagina web di cui sopra. I conflitti di interesse pubblicati sul sito internet sono aggiornati almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.